

米国 401(k) プランの加入者教育の新潮流

米国 401(k) プランでは、これまで行われてきた加入者教育の有効性が問われ始めている。そのような中で、全ての加入者に合理的な投資家たることを要求するのは非現実的とし、加入者のタイプ別に運用商品や教育を提供するなど、新しい試みが始まっている。

1. 加入者教育の有効性に対する疑問

米国 401(k) プランは 1980 年代初めの導入から、20 年以上にわたって順調に拡大を続けてきた。その間、一時的な調整は何度かあったものの、株式市場は基本的に好調だった。

この状況が一変したのが、2000 年初めのネットバブル崩壊に続く株価調整だった。一時懸念されたような、多数の加入者によるパニック的な行動は見られなかったものの、株式関連商品への投資比率が 99 年末で平均 53% という中、多くの加入者がこれまでにない大幅な資産価値の下落を経験した。

さらに、エンロンに象徴されるように、401(k) プランにおける自社株投資比率の高い企業の破産が現実となり、過度な自社株投資のリスクが顕在化した¹。投資会社協会 (ICI) 及び従業員給付研究所 (EBRI) の調査によると、自社株が選択肢として提供されている 401(k) プランにおける自社株投資比率は、2001 年、25% に上った²。

分散投資の重要性は、加入者教育における最も基本的なメッセージである。上記のようなデータは、それすらも加入者の多くに理解されていなかったことを示唆するものだった。これは、米国 401(k) プランの加入者教育の有効性に対する疑問につながった。

¹ エンロン 401(k) プランに関する詳細は、淵田康之・大崎貞和編「検証 アメリカの資本市場改革」（日本経済新聞社、2002 年 10 月）第 8 章を参照のこと。なお、401(k) プランの自社株比率の高さをめぐっては、90 年代後半にも一度議論が盛り上がったことがあった。98 年には、確定拠出型の自社株投資に残高の 10% までといった上限規制を導入する法案が議会で審議されたが、結果的にきわめて限定的な規制にとどまった。

² GIC 等の利回り保証商品が提供されているプランの場合。されていないプランの自社株比率は 33% に上る。（ICI, *Perspective*, Vol.9 No.2, March 2003）

2. 加入者教育・再考

前章のような状況下で、米国では401(k)プランの加入者教育の重要性が再度強調されると共に、新たな試みが始まっている。以下では、現時点で観察されるいくつかの特色を指摘する。

1) 加入者像の修正

401(k)プランの加入者教育は、92年の労働省規則³などを背景に本格化し、その内容や媒体は、90年代を通じて拡大・充実していった。はじめは制度概要説明書やステートメントの配布程度だったものが、内容面ではプラン加入の重要性、拠出の重要性⁴、投資の基本知識、プランで提供される運用商品の説明などに拡がり、媒体面では、パンフレットやニューズレター、会合、コールセンター、ビデオ、ウェブサイトと拡大の一途を辿った(図表1)。その目的は、従来は、加入者が必要な拠出を行い、自分に適したポートフォリオを構築し、退職資産を形成できるようにすることにあつた。

ところが最近、そもそも全ての加入者に対し、自らの退職資産を運用する投資家になることを求めるのが果たして現実的なのか、見直す動きが始まっている。投資家になれる加入者もいるが、全員ではありえないことを素直に認めようとする動きである。

例えば、投信運用会社大手のバンガードでは、加入者による自己診断の質問票(図表2)を用いて、加入者を「プランナー」(planner)、「判断先送り」(avoider)、その中間の「安全志向の実行者」(secure doer)に分類する手法が用いられている(図表3)。

「プランナー」が従来の加入者像だとすると、それは全体の半分弱に過ぎず⁵、残りの半分は、貯蓄はするが投資に関心のない「安全志向の実行者」や、退職資産形成が必要だと分かっているのに行動に移さない「判断先送り」に属する。このようなタイプ別分類を行った上で、「判断先送り」を無理に「プランナー」に変えようとはしない点が、従来のアプローチとの違いと言える。異なるタイプの加入者がいることを前提とし、タイプごとに加入者教育の内容やアプローチに違いを持たせた方が有効だという考え方である。

³ 従業員退職所得保障法(ERISA)404条(c)項では、加入者自身が口座資産に対するコントロールを有する場合については、事業主等の受託者がその運用結果について責任を問われないとされている。92年の規則は「加入者によるコントロール」とは何かを規定したもので、その中に含まれた「加入者に対する十分な情報提供」を満たすために、加入者教育が必要と考えられた。

⁴ 米国401(k)プランでは、401(k)プランに加入するかどうかは、従業員の任意である。また、加入者拠出の水準も、法律とプランの課税制限の範囲内で、加入者自身が決定する。したがって、加入の奨励、十分な拠出の奨励が重要な教育項目となるのである。

⁵ バンガードがサービス提供している加入者の中での割合。同社によると、401(k)プラン加入者一般では、この比率はさらに下がると思われる。

図表 1 401(k)プラン加入者教育の主なメニュー

(タイミング)	導入／新規加入	継続	退職前
(内容)	<ul style="list-style-type: none"> プランの概要 投資商品の内容 加入の重要性 投資の基本 	<ul style="list-style-type: none"> プラン設計や投資商品変更時の説明 アセット・アロケーション見直し 拠出率引き上げ 	<ul style="list-style-type: none"> 十分貯まっているか 退職後のライフ・デザイン 上手な資産の使い方
(媒体)	<ul style="list-style-type: none"> パンフレット、ニュースレター：年1回、四半期ごとなど コールセンター(人、自動音声) VTR、CD-ROM ウェブサイト 会合 		

(出所) 野村総合研究所

図表 2 加入者への質問票

あなたは、どのタイプの投資家でしょうか？
下記の質問に教えてください。

	全く違う										全くその通り									
	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
1. 退職のための貯蓄は無意味である。あまりにも先の話だ。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
2. 私は自分の投資スキルに自信がある。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
3. 退職のために十分な資産があるか心配だ。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
4. 投資に関しては、リスクを取る方ではない。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
5. 過去数年の株式市場で、資産を大いに増やした。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
6. 退職資産のプランニングについて考えると、ストレスを感じる。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
7. 資産運用を楽しんでいる。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
8. 私は自分の退職資産形成のための主な目標を満たしている。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
9. 資産や金融と関わるのは嫌いだ。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>
10. 高いリターンを得るためなら、相当なリスクを取っても構わない。	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>	<input type="checkbox"/>

(出所) バンガード資料より野村総合研究所作成

図表3 加入者タイプ別分類の例

		加入者のタイプ	特性	加入者の割合
従来の加入者像 (またはあるべき姿)	}	成功したプランナー (successful planner)	・ファイナンス、プランニングは好き ・個別ファンド・レベルのアドバイスに関心	21%
		これからのプランナー (up & coming planner)	・多額の貯蓄、しかし最大限ではない	26%
加入者の多様性	}	安全志向の実行者 (secure doer)	・貯蓄する ・プランニングは好きではない ・資産運用は好きではない ・リスク回避的 ・投資教育に無関心	20%
		ストレス下の判断先送り (stressed avoider)	・貯蓄しない ・「お金がない」 ・混乱を来しているが、関心はある ・人事部に助けを求める	19%
		刹那的な判断先送り (live-for-today avoider)	・プランに加入、しかしプラン以外では貯蓄せず ・ローンを受ける ・公的年金が面倒を見てくれると信じている	14%

(注) 加入者の割合＝バンガードがサービス提供している加入者の割合。

(出所) バンガード資料より野村総合研究所作成

2) 運用商品の品揃えにおける変化

上記のような加入者像の修正は、プランの運用商品の品揃えにも影響を及ぼしている。

従来は、加入者に多様な運用商品を提示し、加入者が自分に適したポートフォリオを構築できるようにすることが目指された。そのような中で、提供商品の多様化が進み、本数も着実に増加した。プラン・スポンサー誌の調査⁶によると、2002年に401(k)プランで提供された運用商品数は平均15.9本、中でも、資産残高が5億ドルを超える大型プランでは、平均31.1本が提供されていた。

ところが、全ての加入者に自らポートフォリオを構築するといった行為を期待するのが現実的ではないと見られ始めた現在、事業主の間で注目を集めているのが、ライフサイクル型ファンドである。

ライフサイクル型ファンドとは、若年層なら株式中心のハイリスク・ハイリターン型、中高年層なら債券中心のローリスク・ローリターン型といった形で、加入者の年齢に合わせた資産配分を提供する投資信託である。投資信託の分類としては、株式と債券の両方に投資するバランス型投信に属する。二つの提供のされ方があり、一つは「保守的運用ファンド」(中高年層向け)、「積極運用ファンド」(若年層向け)といった品揃えの中で、加入者自身が自分の加齢に合わせて乗り換えていくというものである(年齢層別提示型)。もう一つは、加入者は「2020年退職予定ファンド」、「2030年退職予定ファンド」といった品揃えの中から自分の退職予定年に合わせて選択し、あとはファンドの方で特定された退職予定年が近づくにつれて資産配分を保守化させていくというものである(退職予定年ターゲット型)。(主要なライフサイクル型ファンドは図表4

⁶ “2002 Defined Contribution Survey,” *Plan Sponsor*, Nov. 2002.

を参照)

ライフサイクル型ファンドは、特に目新しい商品ではなく、90年代初頭に登場したとされている⁷。ただ、3年間のトラッキング・レコードができた頃に⁸、90年代後半の株高が始まったこともあり、これまでほとんど注目されなかった。

図表 4 米国のライフサイクル型ファンド (2003年3月)

(単位：百万ドル)

	ファンド名	運用会社	タイプ	残高
1	フィデリティ・フリーダム	フィデリティ	退職年	13,574
2	バンガード・ライフストラテジー	バンガード	年齢層	10,326
3	Tロウ・プライス・パーソナル・ストラテジー	Tロウ・プライス	年齢層	1,176
4	シュワップ・マーケットトラック	チャールズ・シュワップ	年齢層	1,175
5	ウェルズ・ファーゴ・アウトロク	ウェルズ・ファーゴ	退職年	702
6	BGIライフパス	パークレイズ・グローバル・インベスターズ	年齢層	545
7	ストラテジック・パートナーズ	ストラテジック・パートナーズ	年齢層	502
8	ドレイファス・ライフ・タイム	ドレイファス	年齢層	466
9	AIMデント・デモ・トレンド	AIM	年齢層	440
10	スカダー・パスウェイ	スカダー	年齢層	344
11	エクセター・プロブレンド	エクセター	年齢層	295
12	スカダー・ライフ	スカダー	年齢層	148
13	INGストラテジック・アロケーション	ING	年齢層	136
14	スカダー・パスウェイ・AARP	スカダー(AARP向け)	年齢層	97
15	スカダー・ターゲット	スカダー	退職年	68
16	コブレン・グローズ	コブレン・インサイト	年齢層	47
	合計			30,042

(注) 「タイプ」の列の退職年=退職予定年ターゲット型、年齢層=年齢層別提示型(本文の説明を参照)。

(出所) Morningstar Principia (データベース) より野村総合研究所作成

ライフサイクル型ファンドが401(k)プランの中で普及しにくかった今一つの事情として、同ファンドが従来の加入者教育におけるメッセージと、若干矛盾する側面を持つ点もあった。ライフサイクル型ファンドは、基本的に、資産配分を自分では行わずに運用マネジャーに一任するものであり、これは自分自身でポートフォリオ構築を行う(あるいは、行えるようになることを目指す)という従来の401(k)プラン加入者教育の考え方とは異なるわけである。

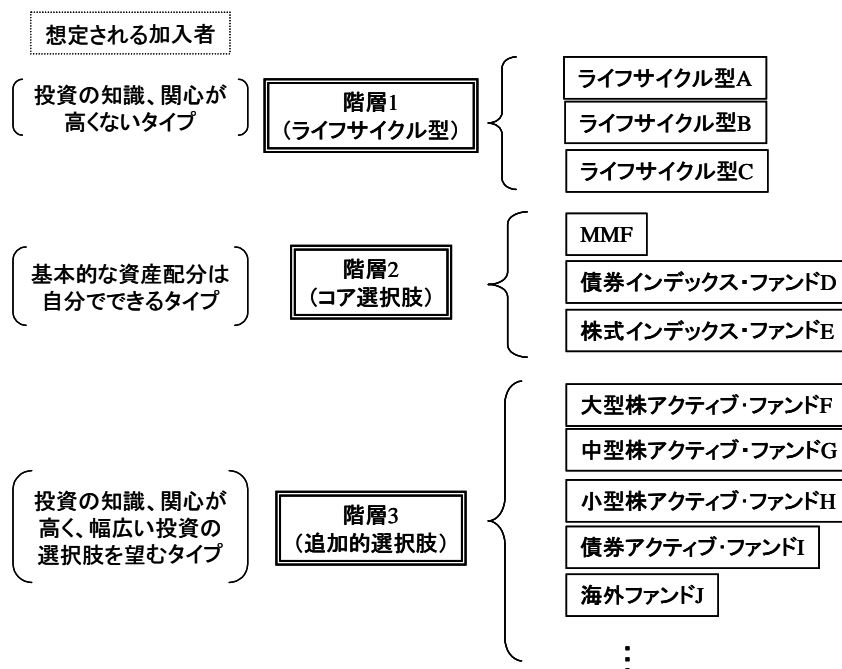
したがって、ライフサイクル型ファンドと従来の品揃えを併存させる場合、加入者への提示方法に工夫が必要である点が指摘されている。そうしないと、異なるタイプの運用商品が揃えられている意図が加入者に理解されず、適切な活用につながりにくいということである。具体的には、ライフサイクル型ファンドを導入する際に、プランの既存の品揃えを整理し、図表5にあるように、異なるタイプの加入者を念頭に置いた階層に

⁷ モーニングスターのデータベースによると、現存する最古のライフサイクル型は、90年に設定されたスカダー・ターゲット2010である。

⁸ 米国401(k)プランでは、一般に、投資信託がプランの運用商品として選定されるには、ある程度以上のトラッキング・レコードが要求される。モーニングスターなどの投信評価会社がレーティング付与の一条件としている3年間は、一つの目安と言える。

分けて提示するという方法である。

図表5 運用商品の階層的な提示



(出所) 野村総合研究所

階層1は投資に対する知識も関心も高くないタイプの加入者向けで、ライフサイクル型ファンドから成る。階層2は、基本的な資産配分を自分でできるタイプの加入者向けで、インデックス・ファンドなど中核的な商品が該当する。階層2の中だけでも基本的なポートフォリオの構築は可能である。階層3は、投資の知識・関心の高いタイプの加入者向けで、アクティブ運用のファンドや海外ファンドなどが該当する。運用商品の拡大は、基本的に階層3について行われる。

3) 加入者教育における変化

①主たるメッセージには変化なし

市場環境が変化し、これまでの加入者教育の有効性が疑問視されているとはいえ、加入者教育の中で発せられる主要なメッセージに変化は見られない。自助努力、複利の効果、長期投資、分散投資など、基本的なメッセージが引き続き提示されている(図表6)。

図表 6 加入者教育の主なメッセージ

	メッセージ	よく使われる文言や図表
制度の説明	<ul style="list-style-type: none"> 401(k)プランの退職給付制度における位置づけ 早期加入の重要性、複利の効果 マッチング拠出の重要性 税制優遇 	<ul style="list-style-type: none"> 3本脚の椅子、自助努力 加入期間の長さによる最終的な退職資産の差を示したグラフ
投資の基本	<ul style="list-style-type: none"> 安全資産への投資の利点・難点 債券投資の利点・難点 株式投資の利点・難点 長期投資とリスクの低減 アクティブ運用とパッシブ運用 分散投資 	<ul style="list-style-type: none"> インフレの影響を説明する図表 資産ごとの過去のパフォーマンスを示す図表 保守的、積極的といったポートフォリオの配分を例示した図
運用商品	<ul style="list-style-type: none"> 各商品のタイプ、投資対象 どのような投資家に適しているか 	<ul style="list-style-type: none"> 低リスク・低リターンと高リスク・高リターンの順に、提供運用商品を配列した図

(出所) 野村総合研究所

②継続教育の重視

ではどこに変化が見られるのかというと、加入者への提供方法である。

まず、制度導入時や新規加入者に対しては、確かに上記のような内容の加入者教育が一通り行われるが、その際、全ての加入者が全ての内容を理解するのを目指すのは現実的でない、と考えるのが最近の流れである。

そこで重要性を増すのが、加入から離退職までの間に行われる継続教育の役割である。継続教育において、導入時・新規加入時の教育で理解を得られなかった内容全般のフォローアップを続けるのである。

ただし、単に同じ内容を何度も繰り返すという意味ではない。継続教育においても、加入者のタイプにより、伝えるべき内容や有効なアプローチが異なることを念頭に置く。加入者に対するアンケートや加入者行動に関する情報に基づき、加入者をタイプ別に分類し、タイプごとに伝えたいメッセージを絞り込むという方法も指摘されている。例えば、1本の運用商品にしか投資していない加入者向けに、電子メールで分散投資の重要性を説く記事を配信するといったやり方である⁹。

前述の階層的アプローチを取っているプランでも、そもそも、加入者による階層の選択を加入者自身が行う以上、それが適切に行われるという保証はない。継続教育において、徐々に加入者の理解を得ていく以外に早道はないと考えられている。

米国 401(k)プランにおいて、従来の加入者教育の力点は、導入時・新規加入時の教育に置かれていたことは否めなかった。この点を改め、継続教育にも十分な資源を割こうとする動きが始まっている。

⁹ ライフサイクル型ファンドが提供されていないプランの場合。

③教育内容の「個別化」

上記のようなアプローチは、広い意味で、「加入者教育の個別化」の流れに沿ったものと言える。加入者教育の個別化とは、全ての加入者に対し同じ教育を提供するのではなく、なるべく個々の加入者に対応した内容やツールを提供しようとする考え方である。96年の労働省の解釈通知により、双方向のオンライン・シミュレーションなどが加入者教育の中で提供されても規制上問題のないことが明らかにされると、CD-ROMやインターネット上のプランニング・ツールといった形で急速に普及した。

ただ、90年代末にかけて個別化が強調されたのは、運用商品のパフォーマンスでの競争が難しい中、サービス提供者が、加入者教育の差別化上、プランニング・ツールのような付加サービスが不可欠と考えたためにもたらされた面がある。最近の動きは、加入者の真の姿を捉えて、必要な情報を提供するための個別化である点が異なると言える。

4) 規制面の対応

加入者の間に分散投資の重要性といった基本事項が浸透していないことが認識される中で、立法面にも若干の動きが見られる。

2003年5月14日、「2003年年金保障法案」¹⁰が議会下院を通過したが、同法案に、四半期に1回、加入者に対する口座残高等の通知の中で、バランスの取れた分散投資の重要性について説明することをプランの受託者¹¹に義務づける規定が盛り込まれた。さらに、自株を含む単一銘柄に資産の25%以上を投資することのリスクについても記載することとされている。

これは加入者教育の内容についての義務づけを導入するような厳格な提案ではないが¹²、最低限、分散投資について、加入者への通知の義務づけの形で理解の浸透を図ろうとするものと言える。

5) 「事業主教育」への注目

一方で、「事業主教育」の必要性が指摘されはじめている¹³。年金プランの運営において事業主に求められることは多数あるが、究極的には受託者責任を果たすことと言える。これまでも弁護士、会計士、金融機関、年金コンサルタントなどから情報を得る機会は豊富に提供されてきた。しかし、それらの機会を活用するのは意識の高い事業主であり、全て

¹⁰ Pension Security Act of 2003 (HR 1000).

¹¹ 正確には、プランのアドミニストレーター。一般的に、事業主の役職員や社内を設置された委員会が務める。

¹² 米国401(k)プランの加入者教育の内容については、法律レベルの規定は行われていない。

¹³ 例えば労働省から、2002年11月、「受託者の教育及び訓練に関するワーキング・グループ報告書」(Report of the Working Group on Fiduciary Education and Training)が出されている。

の事業主が自らの受託者責任について十分に理解しているのか、今更ながら疑問が生じてきたのである。

上記法案には、労働長官がプランの受託者に対し、受託者責任を果たすのに必要な情報・教育資源を提供するプログラムを設立することが盛り込まれている。具体的な方法等は専門家の意見をj得て決めるとされており、未確定だが、このような内容が法案に盛り込まれること自体が目新しいことと言える。これまでは加入者教育が重視されてきたが、今後は事業主教育への注目も高まる可能性がある。

3. 投資アドバイスへの期待

1) オンライン・アドバイスへの期待と現実

株式市場の動向が不安定な今、加入者の投資アドバイスに対するニーズは高い。また、加入者教育の課題が明らかにされる中で、事業主も、従来以上に投資アドバイスへの注目を高めざるを得ない状況といえる。

加入者教育と投資アドバイスの違いは、前者が規制上、一般的な投資の知識の提供にとどまらざるをえず、「運用商品のどれにいくら配分すればよいのか」という、加入者の最も知りたい答えを提供できないのに対し、投資アドバイスはまさに個別の運用商品への配分比率を提示する点である。

プランに運用商品やサービスを提供する金融機関が投資アドバイスを提供することは、規制上きわめて困難と考えられ、一方、独立系業者による提供はコスト効率が必須と考えられたことから、インターネットを使ってアドバイスを提供するオンライン・アドバイス業者が90年代後半に次々と登場し、注目を集めた。オンライン・アドバイスの採用率は着実に増加し、2002年のプラン・スポンサー誌のサーベイによると、37.1%のプランが採用していると回答した。三大業者と言えるファイナンシャル・エンジンズ、m パワー、モーニングスター・クリアフューチャーのアドバイス・ツールの概要を示すと図表7のようになる。

図表7 主要オンライン・アドバイス業者のアドバイスの内容

	ファイナンシャル・エンジンズ	mパワー	モーニングスター・クリア フューチャー
手順	<ul style="list-style-type: none"> 加入者は基本的な質問に回答 退職時の目標資産の決定 上記目標の達成確率を提示 リスク許容度の引き上げ、貯蓄率の引き上げ、退職年齢の先送りのいずれかの選択を助ける 様々な市場環境下での予測と、各投資商品への配分の提示 	<ul style="list-style-type: none"> 加入者は簡単な質問に回答 加入者の退職時の目標資産の入力 リスク許容度の決定 各投資商品への配分と、貯蓄率引き上げに関するアクション・プランの提示 現状維持と上記プラン反映後のそれぞれについて、退職時の目標達成確率を提示 	<ul style="list-style-type: none"> 加入者は基本的な質問に回答 現在の貯蓄率に基づき、3つの異なるリスク水準の資産配分ごとに、期待できる退職資産を提示 目標退職資産と貯蓄計画への修正を段階的に誘導、各投資商品への配分を提示 ベア・マーケット・シミュレータで最悪の事態を提示
特色	<ul style="list-style-type: none"> 退職プラン外の資産についてのアドバイスも可 	<ul style="list-style-type: none"> 退職プラン外の資産についてのアドバイスも可 退職時の目標達成確率提示の際、「何歳まで生きた場合」を指定可 	<ul style="list-style-type: none"> ベア・マーケット・シミュレータは73～74年及び98年9月と同様の株価下落時の残高減を提示

(注) 2003年5月、モーニングスターによるmパワーの買収が発表された。

(出所) 各社ウェブサイト、“Advice engine test drive,” *Plan Sponsor*, May 2002 他より野村総合研究所作成

しかし、普及が進む中で、せっかく利用可能にしても加入者の利用率が伸び悩む、内容が画一的といった課題も次々と明らかにされ、オンラインのみでは限界が指摘されている。2003年5月にモーニングスターによるmパワー買収が発表されるなど、高い期待とは裏腹に、業者間の淘汰が進んでいる。

2) 「人間味」をいかに持たせるか

そうはいっても、前述の通り、加入者のニーズが高いことはこれまで以上であり、生身のファイナンシャル・プランナーによるアドバイス提供が、多くのプランにとってコスト面、人的配置の面で難しいという状況は変わっていない¹⁴。オンライン・アドバイスに、いかに生身の人間によるアドバイスの良さを加味するかという難問が生じている。

いくつかの打開策が考案されてはいる。2001年12月の労働省助言意見¹⁵により、独立系業者のコンピュータ・プログラムを使用するなど一定の条件を満たせば、プランに運用商品やサービスを提供する金融機関であっても、投資アドバイスが提供できることとなった。

¹⁴ 企業によっては、複数の地域に事業所があるなど、生身のファイナンシャル・プランナーを平等に全加入者に提供するのは物理的に困難な場合があり、そのような制約のないオンライン・アドバイスが目された面もあった。

¹⁵ U.S. Department of Labor Advisory Opinion 2001-09A, 12/14/2001.

これにより、例えば、オンライン・アドバイス・ツールを加入者自身に使わせるのではなく、コールセンターの対応者に使わせる、生身のファイナンシャル・アドバイザーにオンライン・アドバイス・ツールを持たせることでコスト抑制を狙う、といった方法が可能になった。実際、AIG VALIC（AIG傘下の運用会社）、アメリカン・エクスプレス、メリルリンチなどが営業職員とコールセンターを通じた投資アドバイス提供に乗り出している。

3) 法制面の課題

投資アドバイスの利便性向上に向けた試みが進む一方で、投資アドバイスの提供による事業主の受託者責任の問題は、依然として残っている。すなわち、事業主は、個別の投資アドバイスの内容について受託者責任を負わないというのが通説であるが、確定的でないという問題である。

確かに、数年前に比べると、「アドバイスを提供して内容に不満な加入者に訴えられるリスク」よりも、「提供しないで加入者の不満を買うことリスク」の方が強く意識されている。しかし、事業主の受託者責任問題が不明確なことは、依然として、事業主が加入者向けサービスとして投資アドバイスを採用しない理由の筆頭であり、法改正による対応が必要と指摘されてきた。前述の「2003 年年金保障法案」には、投資アドバイス業者の慎重な選定などを行えば、投資アドバイスの提供により事業主が受託者責任を問われることはないとする規定が盛り込まれている。

4. わが国への示唆¹⁶

わが国では、確定拠出年金法 22 条により事業主が加入者に対し「資産運用に関する基礎的な資料の提供その他必要な措置を講じるよう」努めなければならないとされている。この規定があり、また、一般に日本国民は投資に馴染んでいないという意識も手伝って、制度開始当初から、事業主及び運営管理機関等は加入者教育に注力してきた。先駆者としての米国 401(k)プランを大いに参考にしてきた面もある。

しかし、本稿で紹介したような米国の最新の動きから、示唆を得ることは、依然として有用である。

①階層的な商品提示

例えば、ライフサイクル型ファンドは、わが国では確定拠出年金の導入当初から利用可能であるが、その際、米国で行われているような加入者に対する階層的な提示は、一考の

¹⁶ ここでは企業型の確定拠出年金について論ずる。個人型の議論は含まれない。

余地があるのではないだろうか。ライフサイクル型ファンドとそれ以外のファンドを単純に並列すると、加入者の理解を得にくい点は、わが国でも同じと考えられるからである。当然ながら、ライフサイクル型ファンドの提示の有無に関わらず、インデックス・ファンドとアクティブ運用のファンド、あるいは中核的な商品と追加的な商品といった区分で階層的な提示を行うことも考えられる。

特に、わが国の確定拠出年金は、運用商品数が、2003年3月時点で平均12本（企業型）と、徐々に増加してきた米国と異なり、制度開始当初からかなり多いと言える。運用商品数が多いほど、加入者の十分な理解を得るための加入者教育の負担が増すのであり、なおさら、工夫が必要となる。階層的な提示は、単純な「見せ方」の問題であるが、これにより加入者の混乱が回避できれば有益な一工夫である。

② 継続教育

また、わが国で加入者教育が事業主や運営管理機関等に重視されているのは前述の通りであるが、多くの加入者に分散投資のような基本事項が理解されていなかったという、90年代米国の経験を教訓に、同じことが起こらないようにする努力は引き続き必要である。

その意味で注目されるのは、一つには、日本でも意識され始めているが、継続教育のあり方である。米国でも、この分野は意外とこれからの感があるが、例えば、導入時・加入時教育の内容の全てが伝わっていないことを前提に、メッセージを絞り込んでいくというアプローチは参考になる。確かに、加入者教育の内容は、重要性においては、いずれも甲乙つけがたい面もあるかもしれないが、多くの情報を一度に出して、結局どれも理解されないという結果を避けるために、敢えて伝えるべき内容に優先順位を付けるのである。何が優先されるかはプランによって異なり、事業主と運営管理機関等が協議の上、決定することになる。

③ 専門家の助けを得る途

今ひとつ注目されるのが、加入者が望めば運用指図について専門家の助けを得る途を提供する動きである。投資アドバイスは、この動きの一環と見ることができる。ライフサイクル型ファンドについても、資産配分を運用マネジャーに一任するのであるから、同じくこの動きの一環と言える。

ただし、専門家の助けを得る途を選んだ加入者に対しても、加入者教育が依然として不可欠な点を忘れてはならない。図表7のアドバイス・ツールの紹介にも表れているように、リスク・リターン、目標達成確率など、最低限の投資の知識なしには、投資アドバイスを適切に使いこなすのは難しいと思われるからである。ライフサイクル型ファンドについても同様で、例えばライフサイクル型ファンド3本に3分の1ずつ投資するといった誤りを防ぐためにも、加入者は投資の基本について最低限の知識を身につけなければならないからである。

公的年金の給付削減、厚生年金基金等の確定給付型の積立不足深刻化といった中で、わが国企業の退職給付制度における確定拠出年金の重要性は今後も増していくと思われる。加入者教育はその成否を左右すると言っても過言ではない。米国から学ぶべきところを学び、一層の改善と発展が期待される。

(野村 亜紀子)